

有色金属

供给冲击不断，小金属分化上行；黄金、钴、铝配置价值不变

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

投资要点

- **行情回顾：**本周，A股整体收跌，有色板块跑输上证综指0.31个百分点。商品市场，美联储鹰派降息，全球掀起降息潮，全球流动性宽松加码，中美贸易政策不确定性上升，由此comex黄金较上周上涨1.66%至1524.4美元/盎司；需求端疲软，基本金属价格继续承压，LMEX指数下跌2.2%。小金属价格继续分化，MB钴价继续上涨，下游需求疲软致稀土价格下行，锂延续下行，泛亚落地叠加减产保价，钨价上涨明显：MB钴（标准级）、钴精矿、钴金属与钴中间品较上周分别上涨2.9%、1.7%、3.5%与6.7%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌1.7%、2.0%，氧化镨钕、氧化镝分别下跌2.1%、3.1%，APT和钨精矿分别上涨6.6%和6.7%。
- **【本周关键词】：**国内工业生产延续下行，美联储降息符合市场预期，泛亚落地
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，2019年全球处于基钦周期最后一撇，全球出现降息宽松持续，具体本周变化：①中国，工业生产延续下行，房地产韧性犹存，政策边际宽松加码：8月工业增加值同比增长4.4%，较前值回落0.4pct，8月工业数据表现依旧较弱，低于市场预期，其中制造业生产继续回落是主要原因，8月基建投资反弹，房地产韧性仍存，但对经济支撑力度依旧有限。当前国内经济下行压力依然较大，3季度GDP同比增速跌至6%的可能性增大，逆周期调节政策或有望陆续出台；②美国，美国住宅市场反弹，美联储降息符合市场预期：美国8月新屋开工数增长12.3%，达到136.4万套，创十二年（2007年1月以来）新高，预期为125万套，此外周内美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至1.75%到2%，这是继今年8月1日后，美联储年内第二次宣布降息，但是点阵图显示未来降息前景不明确；③欧洲降息、QE宽松加码，9月12日，欧央行宣布将存款便利利率下调至-0.5%，为2016年3月以来首次降息，并重启无限期QE；此外，全球流动性宽松再加码，英国无协议脱欧愈演愈烈，不确定性令欧元区经济承压，欧元区多国经济数据不达预期，欧央行下调明年后两年经济增长预期，显示欧元区增长乏力，边际宽松货币政策等逆周期调节，存进一步蔓延之势。
- **钨：泛亚落地、成本支撑、库存低位和联合减产四因素共振下，供给端使得钨价易涨难跌。**1)泛亚落地：9月18日，洛阳钼业发布公告称以32.68亿元竞拍得到泛亚2.83万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为11.53万元/吨，略高于市场价11.5万元/吨，高于起拍价3万元/吨，表明行业内预期钨价将走高；2)成本支撑：根据百川资讯的数据显示，2019年下半年以来，APT开始处于亏损状态，目前仲钨酸铵价格已经跌至成本线，每吨亏损接近3000元。此外，主流矿山钨精矿成本线在7-8万元/吨之间，2019年下半年以来，黑钨精矿价格在7-8万元/吨之间，已经接近主流矿山的成本线；3)库存低位：根据亚洲金属网的数据显示，目前钨库存处于相对低位，APT库存最低降至1540吨，较2018年初下降了60%左右，而钨精矿最低点降至530吨，较2018年初减少了75%左右，库存已经大幅度去化；4)联合减产：2019年5月17日，中国钨业协会在赣州召开部分钨企业（集团）负责人座谈会，会议一致同意，与会钨企业（集团）共同维护钨原料市场的供应秩序，今年钨精矿产量减产不低于10%，据中国钨协统计，参会企业（集团）年产钨精矿产量占中国钨协统计产量的86%。
- **钴：国内下游旺季需求抬头，海外夏休结束，本周钴产品与中间品价格持续上。中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，钴供需预期或剧烈“扭转”，目前处于第四轮上涨周期的前半段。**1、短期下游迎旺季，需求抬头，钴价持续上涨，后续还可期待什么？2019年5月-7月份，动力电池产量大幅度减产40%以上，动力电池装机量7月份也大幅度下滑30%左右，龙头企业砍单也在50%以上。在动力电池大规模减产，8月动力电池产量有所回升，产量共计6.7GWh，环比增长116.6%，同比下降0.4%，经过产业的微观调研，8月产业链龙头公司已经恢复至砍单前70%-80%，材料库存也已经从三个月下降到了一个月，在大规模减产后期中游需求或将出现明显恢复，目前材料库存得到了大幅消耗，前驱体与正极企业锁

单量 & 锁单周期也得到提升。另外，近期出现后续值得期待的更多动能，如国内市场，除动力类在恢复，钴酸锂、四钴消费类订单也出现回暖、海外电钴需求商陆续结束夏休，更多实体需求在回升；2、中期供给或将收缩16%，20-21年或将发生趋势性扭转：由于 Mutanda 停产时间为 2020-2021 年，因此对 2019 年实际供给影响不大；但由于 Mutanda 停产计划的施行，以及新能源汽车和消费电子需求的继续攀升，供需格局或将大幅改善，20-21 年供需结构或将趋势性扭转；3、价格趋势上涨阈值为消费电池增速转正，5G“换机潮”需求或大幅拉动消费电池增速：在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾，需求仍然是决定钴价的关键。随着 5G 手机的推广，2020 年智能手机出货量有望由负转正，并且“换机潮”可能会实现正增长，甚至是 10% 以上的双位数增长，而消费电池需求由负转正，将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值；4、长期来看，钴当期处于第四轮上涨周期的前半段：历史上，钴往往拥有十年以上大周期，需求变革是价格上行的核心驱动，而由于供给高度集中，往往伴随着供给共振，16-17 年或许仅仅是上行周期的前半段——全球电动车的爆发 & 5G“换机潮”，将引起的需求端的“新”变化，后续空间可能会更加广阔。

- **贵金属：**美国消费等经济数据超预期，美联储降息略偏“鹰派”，未来降息前景不明确，但全球多国出现跟随式降息，中美贸易政策不确定性上升，由此本周金价震荡上涨，当前维持实际利率趋势回落、金价当前处于上涨第一阶段的判断。周内美国消费等经济数据超预期，美联储降息略偏鹰派，但在全球降息潮预期下，周五中方了取消对蒙大拿和內布拉斯加州农场的访问，周六中央农办回应这次计划调整与中美贸易磋商无关，属单独访问计划，美方也表示将另行邀请安排访问，避险情绪推动黄金价格回升至 1524.4 美元/盎司，较上周上涨 1.66%，黄金长期配置价值不改；金银比维持高位运行，在供需结构边际向好背景下，向下修复动力仍存。综合来看，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底以来美国的先行指标等均指向经济趋势回落，持续降息或不可避免，我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定看好贵金属板块。
- **基本金属：**需求端未见好转压制基本金属价格表现，“金九银十”旺季消费预期下有望加速去库，关注处于中周期起点的电解铝。1) 电解铝：国内电解铝社会库存约 96.6 万吨，较前周减少 0.6 万吨，大规模停产导致氧化铝价格持续反弹，不断抬升电解铝成本线，目前吨电解铝盈利降至 658 元；2) 铜：TC 近三个季度首次回升，但基本面压力仍然较大，保税区库存连续 20 周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存小幅下降；4) 锡：锡价震荡调整，长期基本面仍然承压。整体来看，虽然印尼禁止铝土矿出口短期影响十分有限，但我们更为看重产业格局以及周期的变化，中长期来看，“电解铝产能红线”——4500 万吨左右，2020 年有效产出 3900-4000 万吨一线，行业格局将会是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。
- **投资建议：**我们建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1) 嘉能可 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G“换机潮”或带动消费电池正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，短期旺季需求边际改善，年内或仍以震荡反弹为主，但中长期来看，消费电子与新能源汽车带来需求长趋势，与海外供给减产形成周期共振，目前处于第四轮上涨周期的前半段；2) 全球经济下行及宽松周期延续，美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动实际利率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是我们板块内现在配置的重点；3) 而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。4) **核心标的：**山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。
- **风险提示：**宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险，新能源汽车销量不及预期的风险等。

内容目录

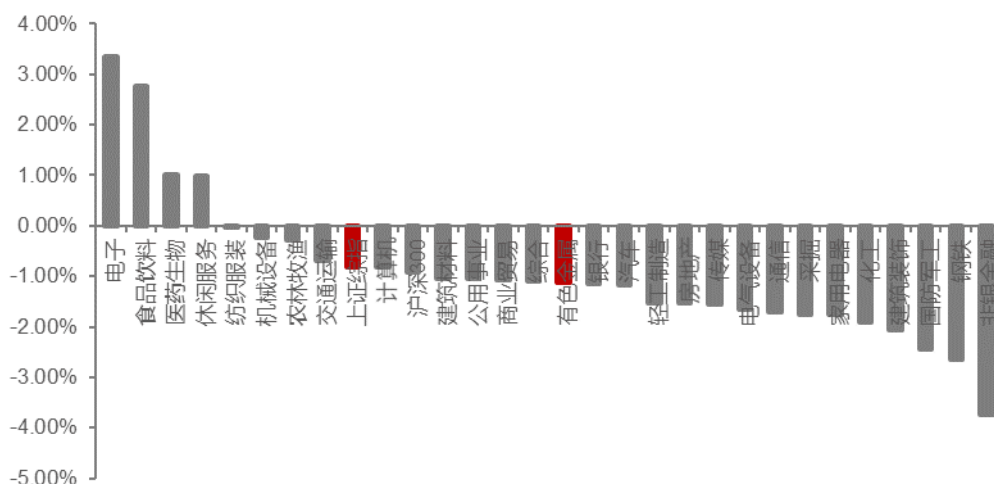
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体收跌, 有色板块表现分化.....	- 4 -
1.2 贵金属: 中美贸易政策不确定性上升, 黄金价格大幅反弹.....	- 5 -
1.3 基本金属: 需求端疲软压制基本金属价格表现.....	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价继续上涨.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 8 -
2.1 中国因素: 工业生产延续下行, 房地产韧性仍存.....	- 8 -
2.2 美国因素: 美国住宅市场反弹, 美联储降息符合市场预期.....	- 9 -
2.3 欧洲因素: 欧洲重启QE, 全球宽松再加码.....	- 10 -
3. 贵金属: 美联储降息略偏鹰派, 但不改黄金长期价值	- 10 -
3.1 美联储降息略偏“鹰派”, 但不改黄金长期价值.....	- 10 -
3.2 黄金ETF持仓较为稳定, COMEX净多头结构持续.....	- 11 -
3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置.....	- 12 -
4. 基本金属: 基本面压力仍然较大, 基本金属价格承压	- 13 -
4.1 铝: 8月铝下游开工率未见好转, 电解铝继续去库.....	- 14 -
4.2 铜: TC近三个季度以来首次回升, 保税区库存连续20周下降.....	- 15 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存继续下降.....	- 17 -
4.4 锌: TC持稳, 锌锭短期垒库.....	- 18 -
4.5 锡: 锡锭开工率维持低位, 锡价整体震荡回落.....	- 19 -
5. 新能源金属: 钴供需预期或将“剧烈”反转	- 20 -
5.1 电动车产业链: 新能源汽车市场弱势运行, 动力电池产量回升.....	- 20 -
5.2 锂钴: 供需预期反转, 下游需求或抬头.....	- 21 -
5.3 稀土磁材: 下游需求疲软, 稀土产品价格收跌.....	- 24 -
5.4 钨: 泛亚库存拍卖落地, 供给端使得“易涨难跌”.....	- 24 -
6. 投资建议	- 25 -
7. 风险提示	- 26 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势(09.16-09.20)	- 27 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体收跌，有色板块表现分化

- 周内，国际方面，全球多国宣布下调基准利率，美国再次降息 25 个基点，但内部分歧持续加大，降息前景不明朗，因此本周美股三大指数整体下跌（道指↓1.05%，纳斯达克↓0.72%，标普↓0.51%）；国内方面，8 月经济数据不达市场预期，固定资产投资、工业增加值、社会消费品零售增速放缓，A 股整体收跌，从 SW 一级行业指数来看，电子与食品饮料板块涨幅居前。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 3006.45 点，环比前周下跌 0.82%；深证成指收于 9881.25 点，环比前周下跌 0.39%；沪深 300 收于 3935.65 点，环比前周下跌 0.92%；申万有色金属指数收于 2931.85 点，环比前周下跌 1.12%，跑输上证综指 0.31 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

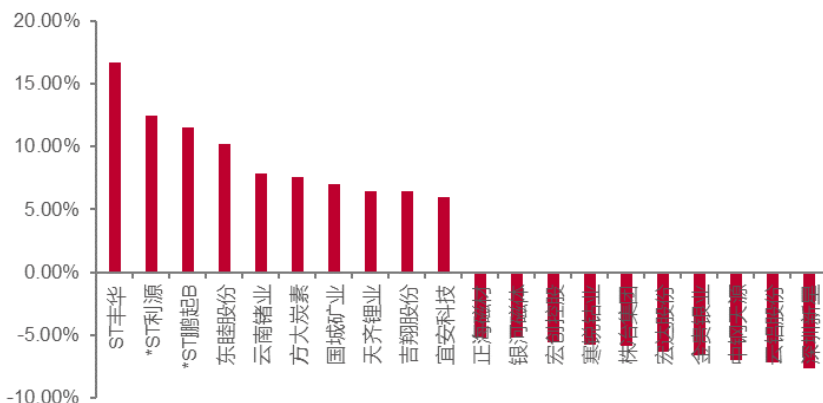
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块整体表现不及大盘，二级子行业分化明显。所统计 119 只个股中：30 只个股出现不同程度上涨，4 只个股与上周持平，其余 85 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，华为产业链主题继续成为市场热点，涨幅前 10 名、跌幅前 10 名个股具体如下图所示。

图表 2：本周个股涨跌幅表现



来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 中美贸易政策不确定性上升, 黄金价格大幅反弹

- **中美贸易政策不确定性上升, 黄金价格短期大幅反弹。**本周, 美联储宣布再次降息 25 个基点, 虽然降息略偏鹰派, 但全球 30 多个经济体选择跟随式降息, 美国连续用过隔夜回购操作向市场投放流动性, 全球流动性宽松预期增强, 周五中方了取消对蒙大拿和內布拉斯加州农场的访问, 周六中央农办回应这次计划调整与中美贸易磋商无关, 属单独访问计划, 美方也表示将另行邀请安排访问, 中美贸易政策不确定性上升, 避险情绪推动 COMEX 黄金回升至 1500 美元/盎司以上, 收于 1524.4 美元/盎司, 较上周上涨 1.66%; COMEX 白银收于 18.055 美元/盎司, 较上周上涨 2.77%。

图表 3: 黄金价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 基本金属: 需求端疲软压制基本金属价格表现

- 本周, 美联储宣布降息 25 个基点, 全球多国选择跟随式降息, 全球流动性宽松预期不断增强, 但需求端未见好转, 因此基本金属价格仍然承压, 本周 LMEX 基本金属指数收于 2812 点, 环比前周下跌 2.2%, 具体来看: LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为 -3.5%、-1.5%、0.3%、-4.0%、0.3%、-2.1%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (09.16-09.20)

期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2812	-2.2%	0.4%
铜	LME	5755	-3.5%	-2.7%
	SHFE	47130	-0.8%	-2.5%
铝	LME	1786	-1.5%	-3.6%
	SHFE	14225	-1.4%	4.7%
铅	LME	2116	0.3%	5.2%
	SHFE	16870	-2.7%	-6.5%
锌	LME	2294	-4.0%	-6.5%
	SHFE	18905	-1.8%	-9.7%
锡	LME	16705	0.3%	-14.2%
	SHFE	136890	-3.4%	-4.6%
镍	LME	17380	-2.1%	63.3%
	SHFE	138370	-4.4%	57.1%

来源: wind, 中泰证券研究所

1.4 小金属: 价格分化明显, 供需或将反转钴价继续上涨

- **嘉能可宣布 Mutanda 矿或将于 2020-2021 年停产修缮, 钴供需或将“剧烈”反转, 钴价本周继续大幅上涨。**由于 8 月 7 日嘉能可宣布 Mutanda 矿将于 2020-2021 年停产, 中期来看钴供给将收缩 16%, 钴供需预期或将反转, 叠加中游需求端有所回暖, 本周钴价继续上涨: MB 钴 (标准级)、MB 钴 (合金级)、钴精矿、金属钴、钴粉、三氧化二钴与钴中间品较上周分别上涨 2.9%、1.7%、3.5%、2.2%、1.1%、2.2%和 3.69%。
- **下游需求疲软, 本周价格继续下跌。**6 月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱; 但锂价已经降至历史低位, 近一年已经下跌 60%以上, 本周锂价延续了下跌趋势: 碳酸锂 (工业级)、碳酸锂 (电池级)、氢氧化锂 (工业级)、氢氧化锂 (电池级) 较上周分别下跌 1.0%、1.7%、2.8%、2.0%。
- **市场需求疲软, 稀土产品价格收跌。**中秋节过后, 稀土市场逐渐冷清, 下游询单采购减少, 需求疲软, 不足以支撑价格上涨, 相反, 下游询单问价减少, 上游部分企业出货, 导致实际成交价格小幅回落, 整体成交数量不多, 多数商家保持观望态度, 受此影响, 本周稀土价格收跌, 截至本周五氧化镨钕、氧化镝较上周分别下跌 2.1%、3.1%。
- **泛亚库存拍卖落地, 在行业自发性减产以及去库之下, 钨供需反转预期增强, 周内钨价大幅上涨。**9 月 18 日, 洛阳钼业发布公告称以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存, 竞拍单价为 11.53 万元/吨, 略高于市场价 11.5 万元/吨, 高于起拍价 3 万元/吨, 表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。此外, 钨价经过长时间下跌后, 产业链处于亏损状态, 叠加库存处于低位, 钨供需反转预期增强, 周内 APT、钨精矿较上周分别上涨 6.6%和 6.7%。

图表 6: 重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	9月20日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	17.7	2.9%	34.7%	6.0%	-59.5%
	MB钴(合金级)	美元/磅	18.0	1.7%	35.8%	2.9%	-58.8%
	钴精矿	美元/磅	15.6	3.5%	20.3%	0.8%	-52.4%
	金属钴	元/公斤	27.8	2.2%	22.2%	6.7%	-59.5%
	钴粉	元/公斤	28.6	1.1%	24.3%	4.4%	-61.4%
	硫酸钴	元/公斤	6.3	3.3%	64.5%	31.6%	-58.7%
	四氧化三钴	元/公斤	18.7	2.2%	24.3%	0.0%	-63.0%
	碳酸钴	元/公斤	11.9	3.5%	12.3%	4.4%	-62.5%
	氯化钴	元/公斤	6.8	3.0%	49.5%	16.2%	-59.4%
	氧化钴	元/公斤	19.8	1.5%	31.6%	5.9%	-58.3%
	锂	金属锂(99%)	元/公斤	63.0	0.0%	-1.6%	-13.1%
金属锂(99.9%)		元/公斤					
碳酸锂(工业级)		元/公斤	5.1	-1.0%	-13.6%	-24.4%	-64.8%
碳酸锂(电池级)		元/公斤	6.0	-1.7%	-9.2%	-23.2%	-62.3%
单水氢氧化锂(工业级)		元/公斤	6.2	-2.8%	-10.5%	-23.3%	-55.6%
单水氢氧化锂(电池级)		元/公斤	7.2	-2.0%	-8.3%	-22.7%	-53.4%
铜箔	铜箔价格(8μm)	元/公斤	71.6	0.0%	-5.2%	-17.2%	-25.8%
	铜箔加工费(8μm)	元/公斤	4.3	0.0%	0.0%	7.1%	6.3%
硫酸镍	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.6	0.0%	1.0%	3.0%	-
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.6	0.0%	1.0%	3.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	10.2	7.4%	34.4%	15.3%	-30.5%
	三元622/动力	元/吨	10.8	6.9%	30.1%	15.5%	-
正极	钴酸锂	元/吨	21.9	4.3%	14.1%	-6.4%	-55.8%
	三元523/动力	元/公斤	15.0	5.6%	14.5%	5.6%	-35.6%
	三元622/动力	元/吨	16.8	5.7%	13.6%	6.0%	-
锑	锑精矿	元/吨	3.0	5.4%	7.3%	-4.8%	-26.3%
	锑锭	元/吨	3.8	2.7%	0.0%	-6.3%	-27.9%
	三氧化二锑	元/吨	3.3	1.5%	-0.8%	-12.0%	-28.3%
镁	金属镁	元/吨	1.5	-1.6%	-3.5%	-10.3%	0.7%
钼	钼精矿	元/吨度	2000.0	0.0%	0.5%	9.9%	23.8%
	钼铁	元/吨	13.3	-0.7%	-2.9%	8.1%	22.6%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-0.3%	2.4%	-2.3%	-14.5%
	硅铁	元/吨	5841.0	0.0%	-4.5%	-3.5%	-1.7%
钛	海绵钛	元/吨	8.1	0.0%	0.0%	14.1%	44.9%
钨	APT	元/吨	12.2	6.6%	10.4%	-14.7%	-28.9%
	钨精矿	元/吨	8.0	6.7%	7.4%	-14.9%	-27.3%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	8.4	-2.3%	-8.7%	-20.9%	-20.9%
	五氧化二铌	元/公斤	20.6	-1.0%	-6.4%	-12.3%	-4.6%
钒	五氧化二钒	元/吨	13.0	0.8%	-7.1%	4.0%	-33.0%
	钒铁	元/吨	13.9	3.7%	-0.7%	-0.7%	-30.3%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	24.7	0.0%	-1.2%	-1.2%	37.2%
	氧氯化锆	元/吨	1.6	-3.0%	-3.0%	-2.1%	-12.2%
稀土	氧化镨钕	元/吨	32.3	-2.1%	4.2%	23.3%	-5.7%
	氧化镨	元/公斤	187.0	-3.1%	-4.1%	16.1%	58.5%
	氧化镧	元/吨	3.6	0.0%	6.0%	0.0%	-
	氧化铈	元/吨	3.5	0.0%	6.2%	3.0%	-

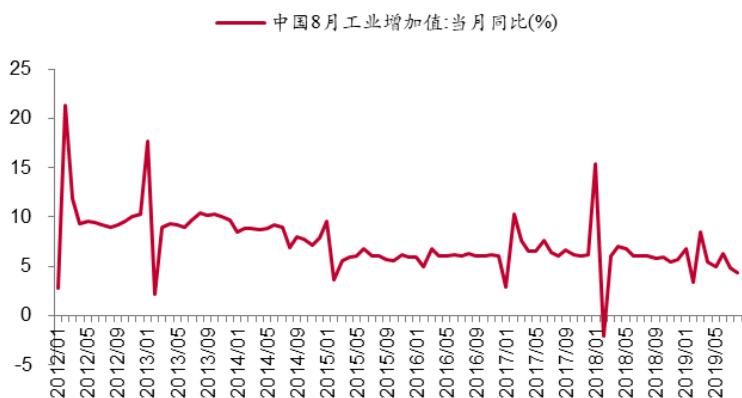
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：工业生产延续下行，房地产韧性仍存

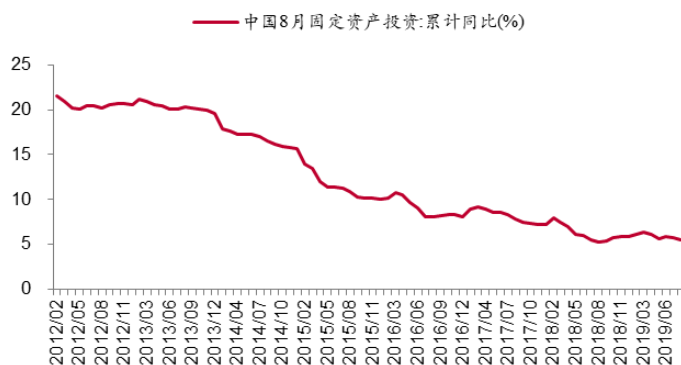
- 工业生产延续下行，制造业是拖累主因。**8月工业增加值同比增长4.4%，较前值回落0.4pct，分行业来看，采矿业增加值同比增速降至3.7%（上月6.6%），公用事业增加值同比增速下滑1pct至5.9%，通用设备制造业零增长，专用设备制造业工业增速降至3.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值同比增速回落1.4pct至4.7%。8月工业数据表现依旧较弱，低于市场预期，其中制造业生产继续回落是主要原因，当前工业企业生产仍在萎缩，需待需求侧发力提振工业品价格。从投资端来看，8月固定资产投资累计同比增速5.5%，较前值回落0.2pct，分行业来看，基建投资增速为4.2%，环比上升0.4pct，房地产投资增速为10.5%，环比仅下滑0.1pct。8月基建投资反弹，房地产韧性仍存，但对经济支撑力度依旧有限。当前国内经济下行压力较大，3季度GDP同比增速跌至6%的可能性增大，逆周期调节政策或有望陆续出台。

图表 7：中国 8 月工业增加值:当月同比(%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：中国 8 月固定资产投资:累计同比(%)

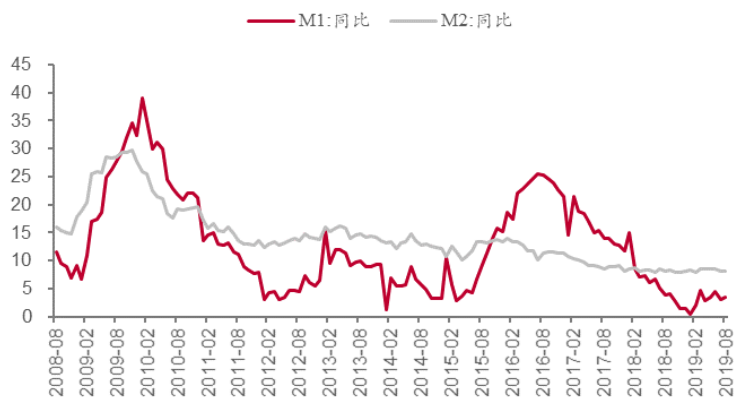


来源：Wind，中泰证券研究所

- 社融数据反弹或是逆周期调节在融资上的反映。**8月我国新增人民币贷款1.21万亿（预期1.16万亿）；新增社会融资规模1.98万亿（预期1.01万亿），同比增长10.7%，与上月持平；M2同比增长8.2%，较上月反弹0.1pct，M2-M1剪刀差从上月的5pct收敛至4.8pct。社融反弹超市场预期，主要受到信贷和非标改善的推动，考虑到对委托贷款和信托贷款的监管并未放松，非标改善的可持续性仍有待观察。在房地产泡沫较大、“房住不炒”仍是主要基调的背景下，我们宏观组的观点认为货币政策大方向仍是结构宽松，降准仍需配合财政政策协同发力，专项债额度可能再度上调，基建下半年有望继续加码。

图表 9：M2-M1 剪刀差有所收敛

图表 10：8 月新增社会融资规模超市场预期



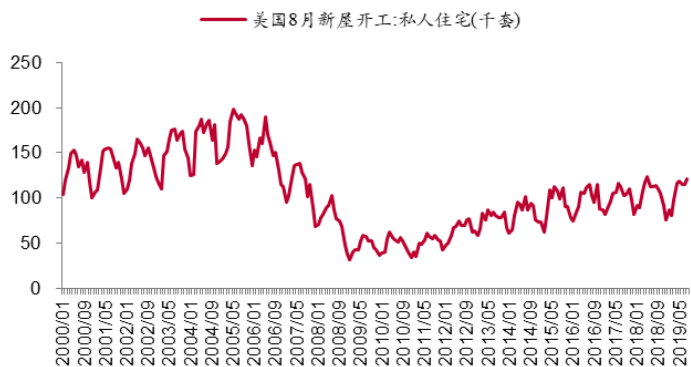
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素：美国住宅市场反弹，美联储降息符合市场预期

- 降低贷款利率，美国房地产市场反弹。**美国商务部周三公布数据显示，美国 8 月新屋开工数增长 12.3%，达到 136.4 万套，创十二年（2007 年 1 月以来）新高，预期为 125 万套。其中，单户住宅和多户住宅开工率齐齐上涨。此外，美国商务部将 7 月新屋开工数由 119.1 万套上修至 121.5 万套。美国 8 月营建许可总数增长 7.7% 至 141.9 万户，预期 130 万户，前值 131.7 万户，这是 2007 年 5 月以来的最高水平。根据房地美的数据，美国 30 年固定抵押贷款利率下降超过 130 个基点，平均为 3.56%，较低的抵押贷款利率一定程度上支撑美国住房市场。
- 美联储降息符合预期，年内是否降息存在分歧。**本周美联储宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 1.75% 到 2%。这是继今年 8 月 1 日后，美联储年内第二次宣布降息。联邦公开市场委员会称此次降息是“由于全球经济展望及通货膨胀压力”，但仍认为美国劳工市场表现强劲。我们认为近期黄金价格受贸易局势缓和有所回调，但中长期来看，真实收益率下行趋势不改，当前金价表现仍处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，建议回调后继续配置，继续坚定看好贵金属板块。

图表 11: 美国 8 月新屋开工:私人住宅(千套)


来源: Wind, 中泰证券研究所

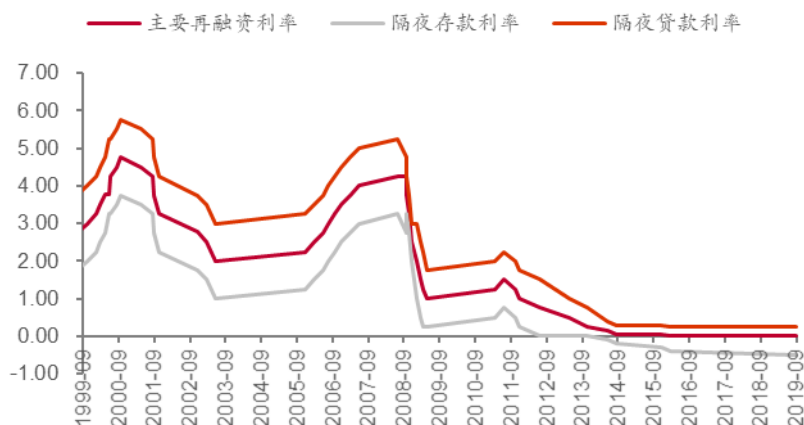
图表 12: 美国联邦基金目标利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧洲重启 QE，全球宽松再加码

- 降息如期而至，欧元区再度重启 QE。**9月12日欧央行利率决议会议，宣布将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%，为2016年3月以来首次降息。同时，宣布维持主要再融资利率和边际贷款利率在0%和0.25%的水平不变，欧央行理事会预期欧洲央行的关键利率将保持在目前或更低的水平，直到确保欧元区通胀率中期内持续趋同至低于但接近2%的水平，并且这种趋同一直是反映在潜在的通胀动态中。欧央行进一步强调，为支持以银行为基础的货币政策传导，将引入双层准备金报酬制度，既对银行持有超过6倍法定存款准备金的超额存款准备金免除负利率。该政策从2019年10月30日执行，并且豁免层的报酬率和倍数会随时间而调整。除宣布降息以外，欧央行时隔9月再度重启 QE，将从2019年11月1日起每月购买200亿欧元债券，对当期债券的投资会持续2-3年。虽然此次开启规模较2015年第一次QE时的600亿欧元略低，但是，此次购买计划是无限期的，欧央行宣布只要有需要，就可以继续购债。
- 硬脱欧风险积聚，全球经贸不乐观。**除自身经济持续走弱外，脱欧风险也在不断积聚，尤其是英国新任首相约翰逊依旧对无协议脱欧的态度坚定，并于8月28日宣布议会将从9月中停摆至10月14日，缩短了反对派的反应时间，硬脱欧风险加剧，欧元区仍将面临较大的不确定性。在中美贸易关系不确定性加大背景下，硬脱欧风险将加剧全球经贸的持续下滑。此外，我国是过去十年全球经济增量的主要来源，我国经济增速回落，全球缺乏增量需求支撑，也决定了本轮全球经济下行周期会很长，各大央行已经开启降息潮。
- 总体上，我们仍认为，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策的逆周期调节，存在进一步蔓延之势。**

图表 13: 欧元区加入全球降息潮



来源：Wind，中泰证券研究所

3. 贵金属：美联储降息略偏鹰派，但不改黄金长期价值

3.1 美联储降息略偏“鹰派”，但不改黄金长期价值

- 美联储降息略偏“鹰派”，未来降息前景不明朗。**9月18日，美联储FOMC公布利率决议，再次降息25个BP至1.75-2.00%，本次降息仍是预防式的降息，美联储再度将本周降息成为“周期中的调整”，美联储内部对货币政策前景的分歧进一步加大，FOMC委员会内部分歧加大，17位官员中有7位认为在今年底前还需再降息一次，有5位支持本次降息但认为应在今年维持当前利率，另有5位认为应加息回到7月的利率水平。但是，美联储时隔十年再次开展隔夜回购操作向市场投放流动性，并且再次提及QE，美国经济自18年Q4见顶、5月底趋势回落的趋势并没有改变，中美贸易局势的不确定性仍然存在，不排除年内再次降息的可能性。
- 美联储降息25个基点，全球多国出现跟随式降息，全球流动性宽松预期增强，此外中美贸易政策不确定性上升，避险情绪推动周内金价上涨1.66%。**美联储宣布再次降息25个基点，美国真实收益率加速回落，我们重点跟踪的美国真实收益率指标（USA 10y TIPS yield）已由前期高位（2018年11月初1.17）回落至当前的0.13附近，降幅超过100bp，所以周内COMEX黄金价格整体回升1.66%至1524.4美元/盎司。

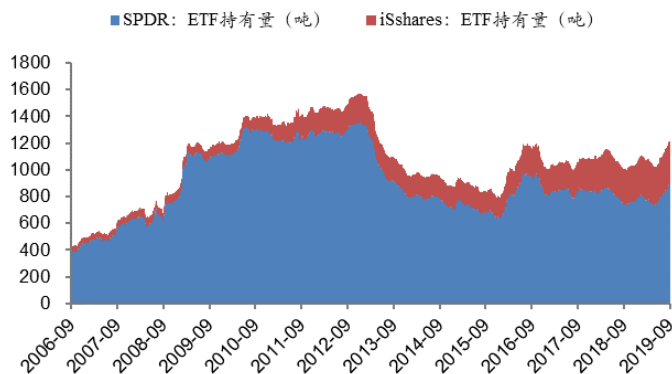
图表 14: 金价与美国真实收益率对比


来源：Wind，中泰证券研究所

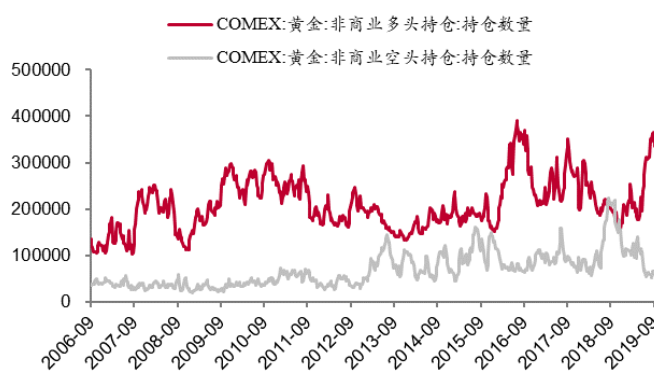
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构持续

- 黄金 ETF 持仓较为稳定，COMEX 净多头结构延续。**本周，黄金 ETF 持仓量（SPDR+iShares）1227.65 吨，较前周增加 22.81 吨，黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内，COMEX 黄金非商业多头持仓增加至 34.15 万张附近（前值 33.41 万张附近），同时非商业空头持仓下降至 5.89 万张附近（前值 6.44 万张附近），净多头持仓量环比前周增加至 28.26 万张（前值 26.97 万张），COMEX 净多头结构延续。

图表 15: 黄金 ETF 持仓情况
图表 16: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



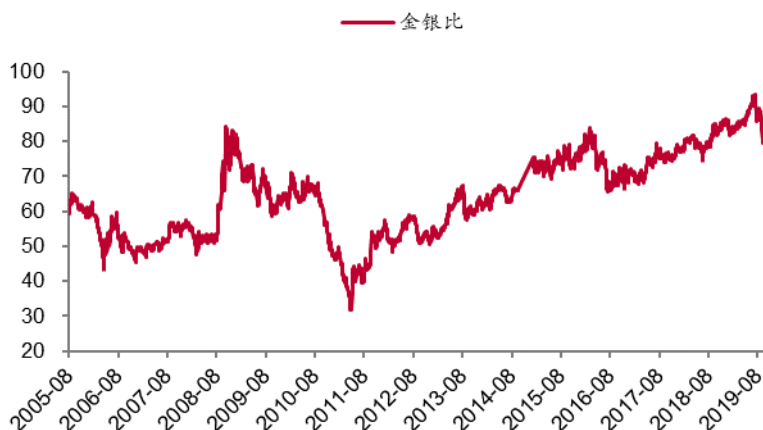
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **金银比价处于历史高位, 修复动能强劲, 白银投资价值剧增。**当前金银比为 84, 处于历史高位, 从历史上来看, 一般是 40-80 运行区间; 另外, 从工业属性来看, 白银在近三年供给年均 1.4% 收缩, 今年以来持续的光伏高景气 (白银工业需求中增速最快领域), 这都带动了供需结构的边际变化, 从而使得修复动能很是强劲。

图表 17: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲

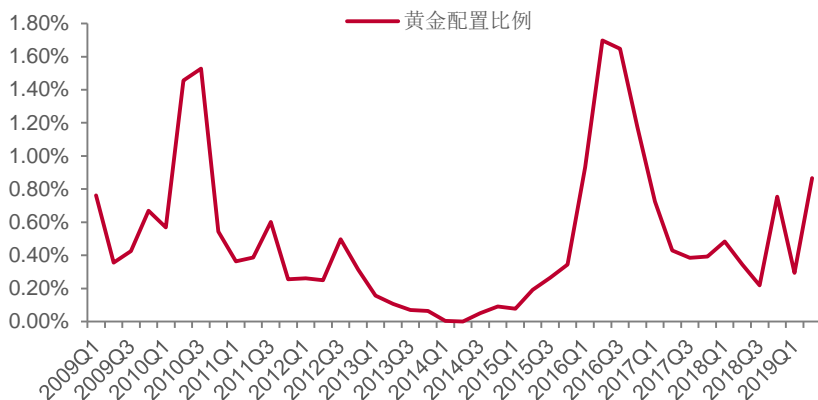


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置

- **从趋势来看, 基金对有色金属行业的配置比例自 2018 年以来逐步下滑, 2019Q2 有抬头趋势, 主要与黄金行情再次启动有关。从子板块来看, 2019Q2 基金对黄金板块配置占有色金属行业的 65.69%, 比重环比提升 33.59pct; 同期对稀有金属的配置环比下降 24.68pct 至 19.59%。**虽然近期基金增加了黄金的配置比例, 但是拉长时间区间来看, 当前基金对黄金的配置比例仍低于 1%, 远低于历史高位水平, 黄金板块并未出现投资过热的情形。

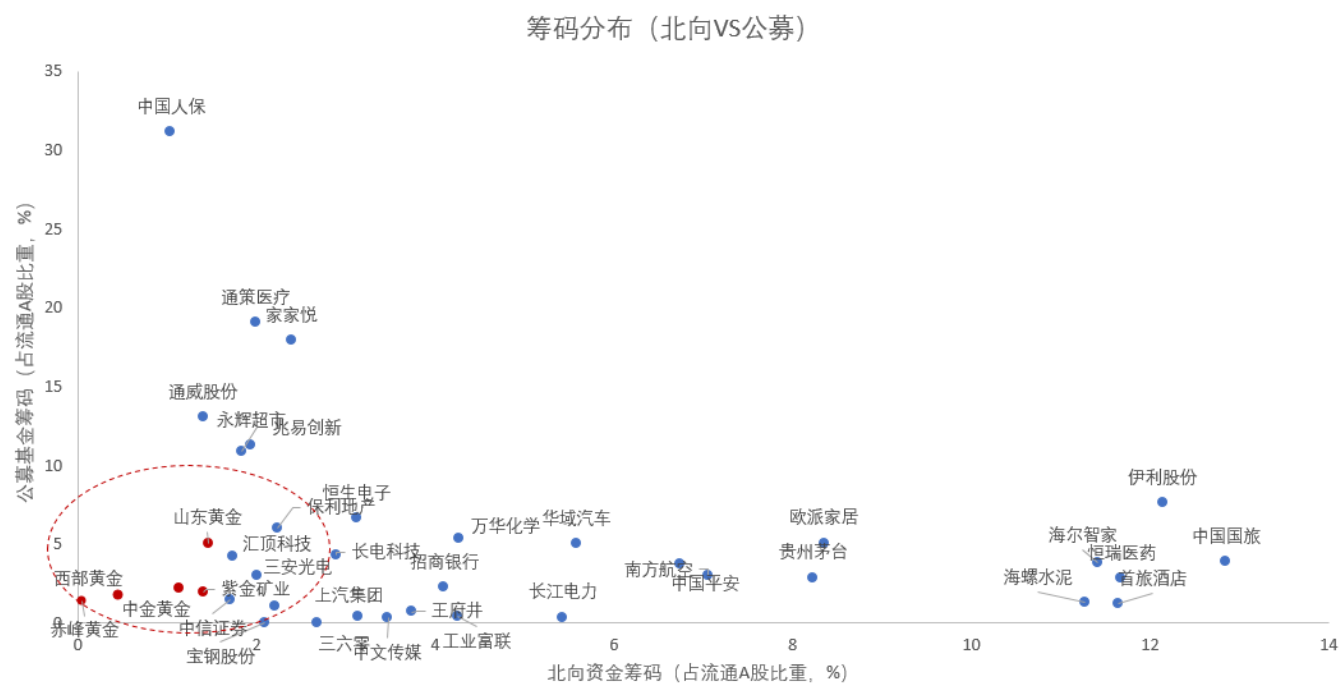
图表 18: 黄金板块配置比例仍处历史低位



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从筹码分布来看，黄金板块个股筹码较为分散，配置比例有很大提升空间。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募筹码与北向筹码的分布特征，其中公募持仓数据是 2019Q2 开放式普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金持仓数据，北向资金数据为 2019 年 9 月 12 日，可以发现：黄金个股集中在了左下方的象限，筹码分布具有两低的特征，即公募基金持仓比例低、北向资金持仓比例低。当然，从黄金板块内部筹码分布来看，国内公募基金与外资均较青睐于山东黄金。

图表 19: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



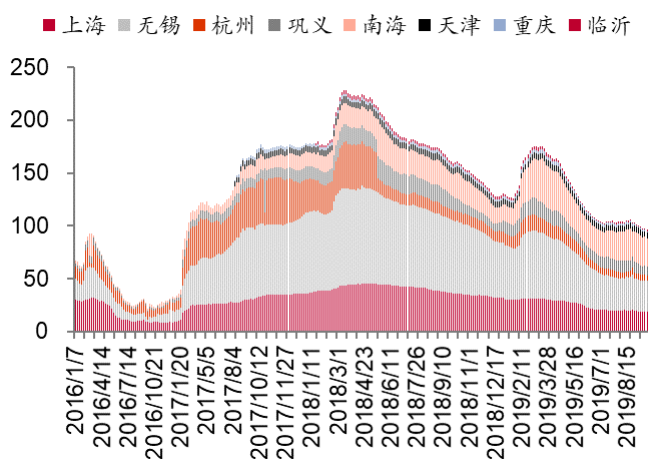
来源: wind, 中泰证券研究所

- 综上，美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落，当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。我们认为，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金板块配置价值不减。

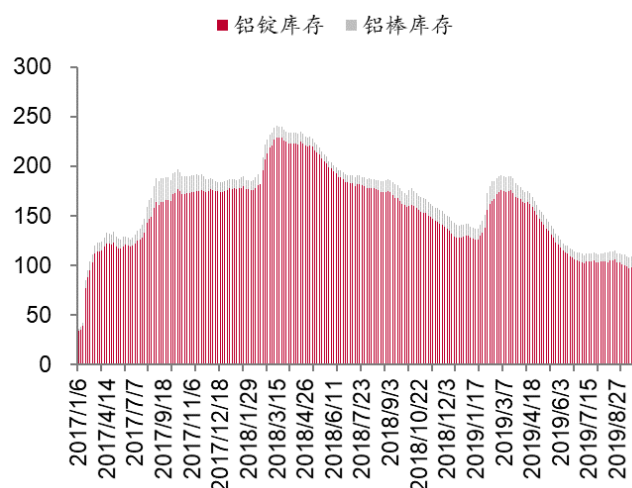
4. 基本金属：基本面压力仍然较大，基本金属价格承压

4.1 铝：8月铝下游开工率未见好转，电解铝继续去库

- 电解铝继续去库。** SMM 统计数据显示，2019 年 9 月 19 日国内电解铝社会库存 96.6 万吨，较前周减少 0.6 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 108.20 万吨（其中，铝棒库存 11.60 万吨，增加 0.85 万吨），较前周增加 0.25 万吨；LME 库存 9 月 19 日为 89.79 万吨，较前周减少 1.05 万吨。整体来看，全国出库量表现良好助力本周电解铝库存录得连续第六周下降，本周下游企业节后归来均有一定补库行为，刚需采购力度较上周维持，故预计下周电解铝库存仍将处去库周期。

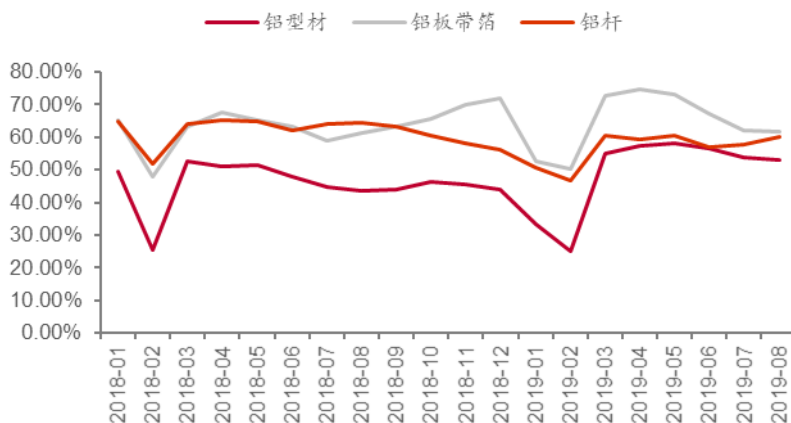
图表 20：国内电解铝社会库存走势


来源：SMM，中泰证券研究所

图表 21：国内铝锭及铝棒总库存走势


来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

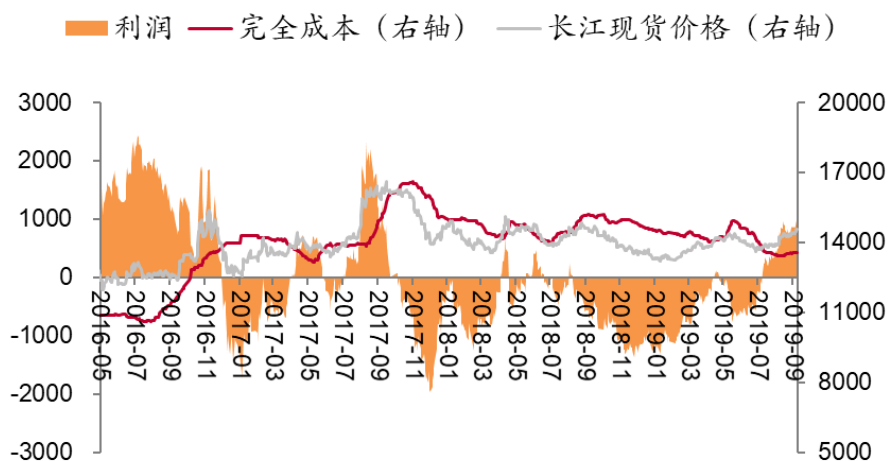
- 铝下游 8 月开工率环比 7 月未见好转。** 根据 SMM 数据显示，8 月铝型材开工率为 53.14%，环比下降 0.53 个百分点；8 月铝板带箔开工率为 61.50%，环比下降 0.60 个百分点；8 月铝杆开工率为 60.24%，环比增加 2.34 个百分点。8 月型材市场整体与 7 月相比基本持平，弱于预期，主要因受台风天气以及运动会等因素干扰，当月生产及订单受到影响，就 9 月情况来看，房地产及建筑工程订单正逐步回暖，建材表现稳中向好，预计 9 月开工率相比 8 月有所回升。

图表 22：铝下游开工率


来源：SMM，中泰证券研究所

- **氧化铝：减产规模逐步扩大，价格短期反弹。**近期三门峡希望运行产能持续降至 120 万吨左右，此前运行产能在 250-260 万吨附近，叠加做市商的参与，价格延续反弹势头，但远期价格仍然承压：一是部分企业进口矿使用的增加缓解矿石紧张程度，大概率不再会受制于原料减产；二是进口氧化铝环比增加；三是随着新增（靖西天桂 80 万吨）及复产产能（交口信发）的即将释放，预计氧化铝反弹的可持续时间较为有限，因此若无突发性事件，远期价格压力仍然较大。
- **盈利表现：氧化铝持续反弹推升电解铝成本线，电解铝盈利水平较上周有所下降。**由于氧化铝减产规模逐步扩大，价格短期持续反弹抬升电解铝成本线，本周氧化铝价格持续上升，但远期压力仍大。具体来看，氧化铝平均价格为 2585 元/吨左右，动力煤价格 585 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 9 月 20 日原材料市场价格测算（未考虑企业自身因素），电解铝即时成本为 13622 元/吨，吨铝盈利约 658 元，电解铝盈利水平持续改善。具体走势如下图所示。

图表 23：电解铝成本、利润图

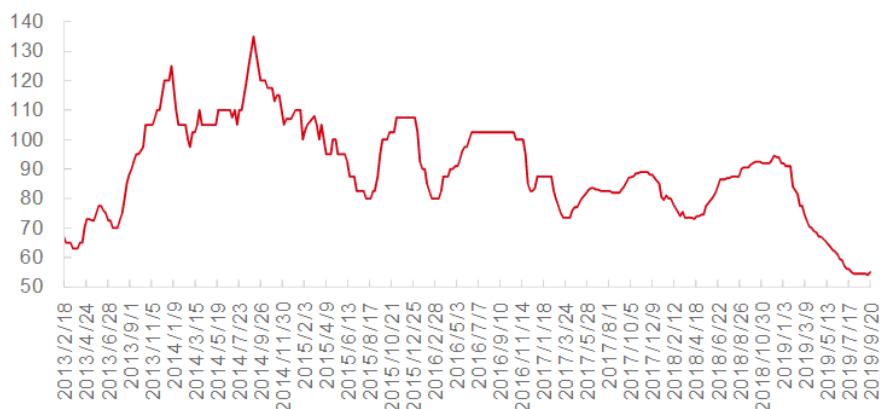


来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜：TC 近三个季度以来首次回升，保税区库存连续 20 周下降

- 本周，SMM 干净矿现货 TC 报 53-57 美元/吨，较上周四抬升 1 美元/吨，这也是近三个季度以来首次返升，但本周现货市场成交依旧未见明显改善，更多冶炼厂依然保持观望态度居多，主因临近明年长单谈判周期；供需角度稍微开始倾向于一些冶炼厂，希望能博弈到更高的现货 TC；并且临近十一假期和 CSPT 小组在上海的四季度研讨会。

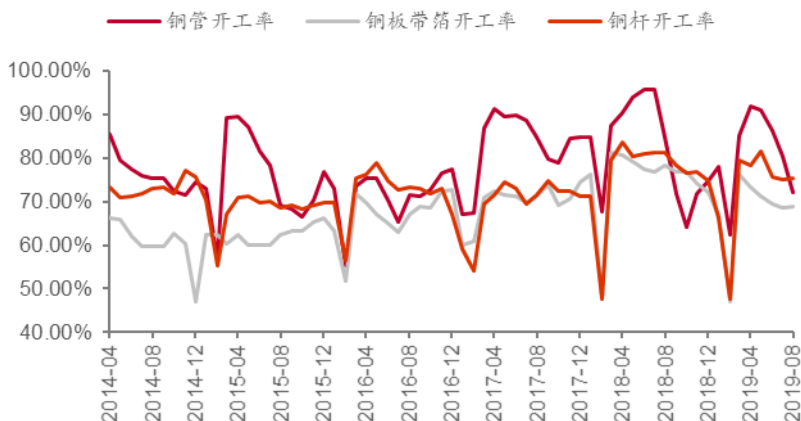
图表 24：铜精矿 TC 较上周有所提升（单位：美元/吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

- **“金九银十”旺季预期下，铜价短期有望反弹。**1) **需求端**，8月份黄铜棒企业平均开工率为67.56%。环比下降2.14个百分点，在“金九银十”预期推动下，消费积极性将有所回升，预计9月开工率有所回升；2) **供给端**，据SMM统计，2019年上半年全球20家主要铜矿企业矿山铜产量合计654.8万吨，去年同期为662.8万吨，同比下降1.2%，这20家铜矿企业的矿山铜产量在2018年占到全球矿山铜产量的60%以上，因此其产量变化情况对于全球铜矿供给具有很强的指示意义。而2019年上半年该部分矿山铜产量出现了1.2%幅度的下降，也符合市场对于2019年铜矿端供给收紧的认知。
- **现货交投表现：**华北地区，国庆节前当地环保逐渐趋严，部分中小型加工厂家因受到影响，导致下游补库力度一般，基本维持刚需采购，当地贴水幅度仅跟随上海略有收窄，报价自贴水80元/吨~贴水30元/吨上调至贴水10元/吨~升水30元/吨。当地整体消费难言改善，只能依赖低价带来的部分刚需补库。华南地区，周初广东库存尚在低位4.03万吨，贸易商挺价出货，升贴水高至升水120元/吨。至周三，广东库存激增五千吨，现货供给压力增加；同时，贸易商谨慎接货，下游表现按需采购，市场成交困难，贸易商乘机压价收货，价格出现松动，报价逐渐下滑至升水80~升水100元/吨，随后呈现僵持拉锯局面。截止本周五，广东库存报4.69万吨左右，较上周增0.56万吨左右；库存增加抑制升水上抬。
- **库存方面**，截至本周五，上海保税区库存环比上周五继续减少1.65万吨至31.05万吨，自5月10日开始保税区铜库存连续减少已达20周，累计减少27.75万吨，此外，本周SHFE库存下降了4765吨。

图表 25：铜材开工率

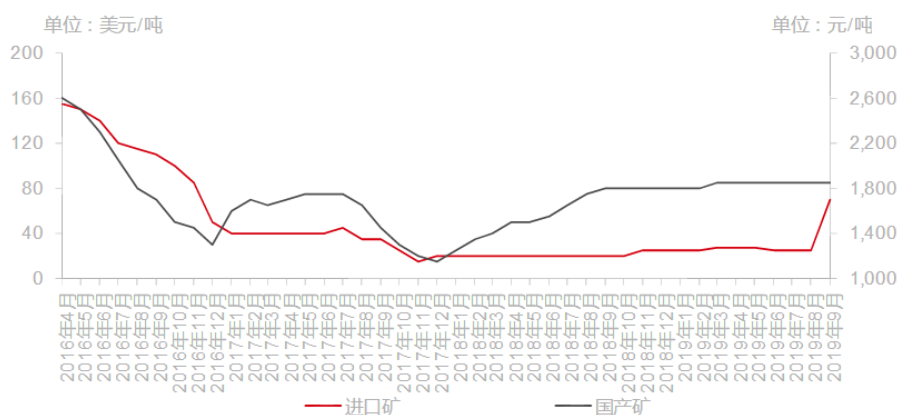


来源：SMM，中泰证券研究所

4.3 铅：加工费维稳，库存继续下降

- **原料端**，本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交在 1750-2050 元/金属吨，60 品位进口铅精矿主流报价 60-80 美元/干吨。本周各地区铅精矿加工费环比不变：本周铅价破位下行，周度跌幅基本回吐近一个月涨幅，部分炼厂逢低采购，故当前冶炼厂原料库存依然较高；当前季节矿企生产依然处于旺季阶段，整体矿端供应较为宽松，但大方向下依然未改紧平衡的格局，预计进入 10 月以后，随着冬储季的逐步到来，料国内铅精加工费存在高位回落的可能。截至周五，本周国内铅精矿各地区加工费环比同期不变，目前 50 品位铅精矿加工费，河南 1900-2100 元/金属吨，湖南 1750-1850 元/金属吨，云南 1850-1950 元/金属吨，内蒙古 2000-2200 元/金属吨；广西 1800-1900 元/金属吨。

图表 26：国产及进口铅精矿 TC 走势图



来源：SMM，中泰证券研究所

- **铅蓄电池综合开工率环比回升**。本周（9 月 16 日—9 月 20 日）SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 55.85%，较上周环比上升 3.77%。本周随中秋假期结束，正常工作日增多，蓄电池企业开工率基本恢复。同时，7 月起电（轻）摩开始免购置税，9 月后禁摩令政策放松，以及电动三轮车市场进入旺季，电动蓄电池企业订单稳中有增，故蓄电池企业

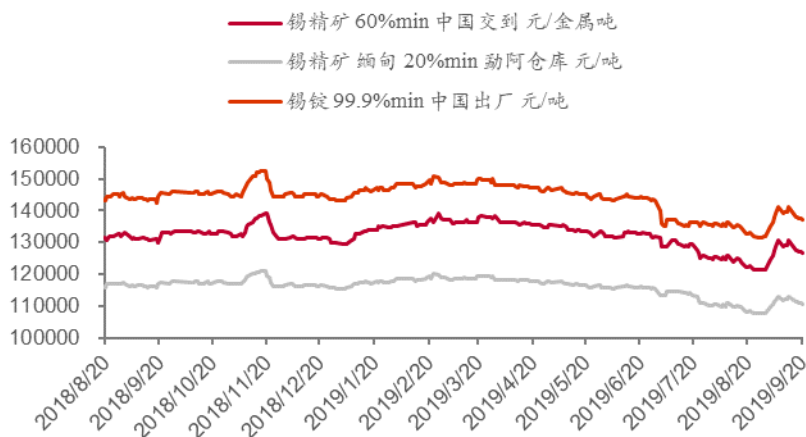
来源：SMM，中泰证券研究所

- **消费方面：**8月压铸锌合金企业开工率为50.21%，环比增长2.51个百分点，同比下降0.22个百分点。较上月来看，本月压铸锌合金企业的终端订单有较为明显的好转。分版块而言，国内订单中五金、卫浴、门窗以及锁具等板块的订单仍然维持较为强劲的需求，前期淡季效应略有缓解下，整体对压铸锌合金企业的开工率有所提振；此外，饰品、礼品板块的订单在8月显示出较为亮眼的回升，该部分增长主要集中在外贸订单，年末圣诞节的部分礼品以及饰品订单，基本在8月份开始生产；而电子板块持续疲弱，机动车配件板块也伴随汽车产销下滑受到一定影响，未有好转迹象。进入9月，压铸锌合金企业终端订单预计有小幅好转，随着传统消费旺季的来临，压铸锌合金企业产量或有再度增长。
- **库存变化：**本周三地社会库存较上周四增加7600吨至14.92万吨。三地均有不同程度的累库，其中上海地区由于进口锌锭流入库存增加幅度较为明显。天津地区检修结束后，到货逐步增加。华南地区仓库出库依旧不温不火，沪粤流动窗口关闭后，广东后期或继续累库。

4.5 锡：锡锭开工率维持低位，锡价整体震荡回落

- **锡价本周涨跌频繁，整体震荡回落。**伦锡市场区间震荡，重心回落，但伦锡仍呈现上行走势，周初由于美国8月零售销售增幅超过预期，显示消费者支出稳健，美元因英镑表现强劲而受压，伦锡也大幅走弱，随后美联储10年来首次执行隔夜回购操作，并表示周三将继续投放750亿美元，伦锡出现了反弹，整体看本周伦锡走势较为震荡，涨跌比较频繁。但从供需来看，前期锡价持续下滑导致冶炼厂生产积极性不高，下游焊料与化工领域订单量仍未显示回暖迹象，锡焊料进口金额和进口量都下跌；马来西亚政府正计划重振该国锡矿业亦可能会增加锡供应；外部扰动因素不断导致全球锡需求依然不足；供需双弱尤其是需求更弱的情况下，将会使锡价承压。
- **产销库存方面，**根据亚洲金属网披露的数据显示，我国8月份锡锭生产商产量为12340吨，环比下滑3.8%，同比减少19%；库存量为7080吨，环比增加5%，同比增长15%；8月份锡锭生产商销量为12000吨，环比下滑0.9%，同比下滑20%。
- **开工率方面，**根据亚洲金属网数据显示，8月份锡锭生产商开工率约为42.7%，低于上月的43.8%和去年同期的52.7%。

图表 29：锡价格走势



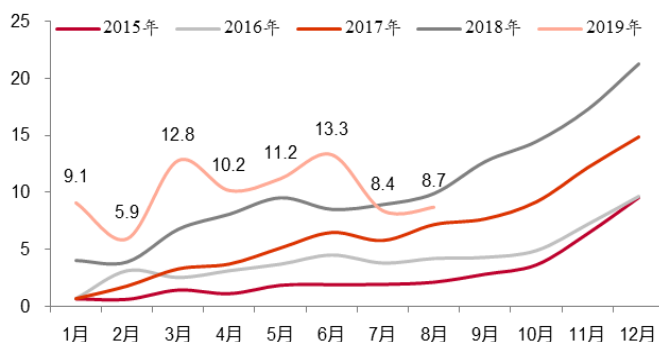
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴供需预期或将“剧烈”反转

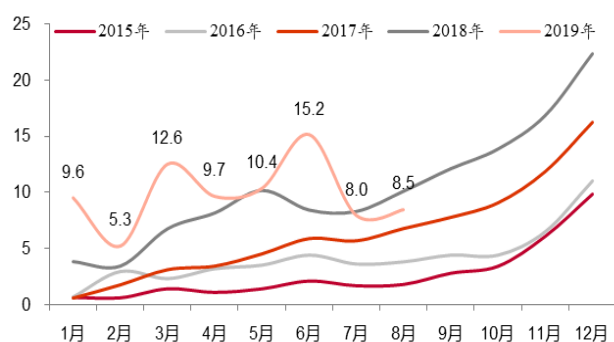
5.1 电动车产业链：新能源汽车市场弱势运行，动力电池产量回升

- **国内新能源汽车市场呈现疲软特征。**据中汽协发布 2019 年 8 月份全国乘用车产销数据，1-8 月，新能源汽车产销分别完成 79.9 万辆和 79.3 万辆，比上年同期分别增长 31.6%和 32.0%。其中，纯电动汽车产销分别完成 64.3 万辆和 62.9 万辆，比上年同期分别增长 41.4%和 40.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成 15.5 万辆和 16.3 万辆，比上年同期分别增长 1.6%和 5.7%；燃料电池汽车产销分别完成 1194 辆和 1125 辆，比上年同期分别增长 7.0 倍和 7.3 倍。8 月新能源汽车产销分别完成 8.7 万辆和 8.5 万辆，同比分别下降 12.1%和 15.8%。受补贴下降的影响，新能源汽车产销同比继续呈现下降，且降幅扩大，新能源乘用车、商用车销量均出现大幅下滑。全国乘用车市场信息联席会秘书长认为，随着 8 月下旬终端零售的逐步恢复，加上 9 月开学季、中秋小长假、十一假期的到来，将进一步拉动汽车消费热情，“金九银十”季节效应依然可期。此外，由于老款新能源车清库退出市场，新出的电动车性能普遍得到增强，插混的性价比大幅提升，预计新能源车经过短期下滑后会逐渐恢复增长。
- **贵阳/海南放开限购，后续城市有望跟进：**近日，海南、贵阳相继发布表明将放开车辆限购，其中海南自 7 月 1 日起将放开新能源车指标申请资格条件与数量，不受传统车相应限制；贵阳则表明将增加汽车号牌发放量，车市的提振有望同步带动新能源车需求。早前发改委发布刺激消费政策，随后广州、深圳两地率先响应，预计未来其余城市将持续跟进！
- **大幅减产后，动力电池产量回升。**中国汽车动力电池产业创新联盟发布 2019 年 8 月新能源汽车电池产量及装车量数据，8 月，我国动力电池产量共计 6.7GWh，环比增长 116.6%，同比下降 0.4%。其中，三元电池产量 4.6GWh，占总产量 68.5%，环比增长 7.3.4%，同比增长 20.8%；磷酸铁锂电池产量 2.1GWh，占总产量 31.1%，环比增长 47.6%，同比下降 26.9%。从动力电池装车量情况来看，2019 年 8 月，我国动力电池装车量共计 3.5GWh，同比下降 17.1%，环比下降 26.4%。其中三元电池、磷酸铁锂电池、锰酸锂电池、钛酸锂电池装车量分别为 2.7GWh、0.6GWh、3.2MWh

和 5.1MWh。

图表 30: 8 月新能源汽车产量同比下滑 12.1%


来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 31: 8 月新能源乘用车销量同比下滑 15.8%


来源: 中汽协, 中泰证券研究所

5.2 锂钴: 供需预期反转, 下游需求或抬头

- 8 月 7 日, Glencore 公布 2019 年中报, 大幅下修 KCC 产量指引, Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产, 我们认为, 这成为引发钴供需“扭转”的核心变量之一。Glencore 今年钴产出指引 5.7 万吨→4.3 万吨, 其中, KCC 产量指引 2.6 万吨→1.4 万吨, Mutanda 产量指引 2.7 万吨→2.5 万吨。1) Glencore 表示将对 Mutanda 进行维护修缮, 并将在 2019 年年底之前逐步停止生产, 2020 年-2021 年将其维护和修缮; 2) 由于上半年 Katanga 产量 6100 吨, 产能释放不及预期, Katanga 19 年产出指引 2.6 万吨→1.4 万吨, 20-21 年产出同样下滑, 分别是 3.2 万吨→2.7 万吨、3.8 万吨→3.1 万吨。

图表 32: Glencore 历史上钴产量 (吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1vs2018H1
Glencore														
	Mutanda Mining	DRC	Cu	5,700	5,500	6,000	6,700	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	7,000	14%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	-	-	-	-	500	2,500	3,500	4,600	3,500	2,600	103%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	500	600	900	700	700	700	700	800	800	600	0%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	300	200	200	200	300	200	200	200	200	-20%
	total			6,300	6,400	7,100	7,600	7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	10,400	28%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 嘉能可钴产量指引 (2019 年中)

	2019E	2020E	2021E
katanga	1.4	2.7	3.1
mutanda	2.5	C&M	C&M
镍钴矿	0.4	0.4	0.4
公司产量指引 (万吨)	4.3	3.1	3.5

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 嘉能可原钴产量指引 (2018 年底)

	2019E	2020E	2021E
katanga	2.6	3.2	3.8
mutanda+镍钴矿	3.1	3.1	3
公司产量指引 (万吨)	5.7	6.3	6.8

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- Mutanda 停产影响供给几何? 短期供给库存补, 但中期供给或将收缩 16%。1) 短期来看, 对 2019 年实际供给影响不大: 主要有以下两点原因: 一是 Mutanda 停产将主要发生在 2020-2021 年, 2019 年总体产量

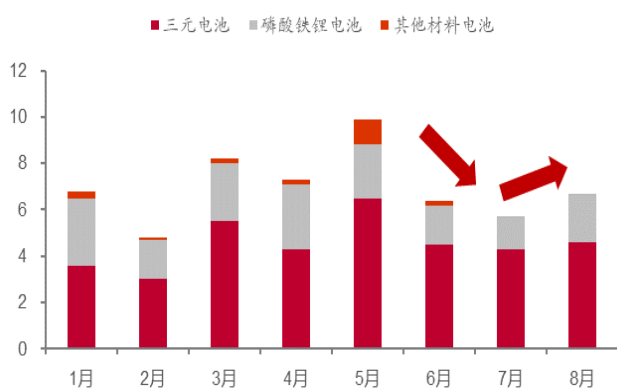
仍会保持平稳；二是嘉能可目前有充足的库存，Katanga 实际销售量很少，2018 年实现 1430 吨销售，2019 年也并未实现销售，意味着自去年一季度至今，Katanga 产出的合计 1.72 万吨钴产出，形成至少 1.5 万吨以上的库存，实际有效供给短期可以由“去库存”来完成。2) 中期来看，供给收缩约 16%：Mutanda 矿山 2018 年钴产量为 2.73 万吨，2019 年产量指引为 2.5 万吨，2020 年 Mutanda 停产或大幅收缩供给约 16%。

图表 35: Mutanda & Katanga 历史产量及未来指引变化对供给影响

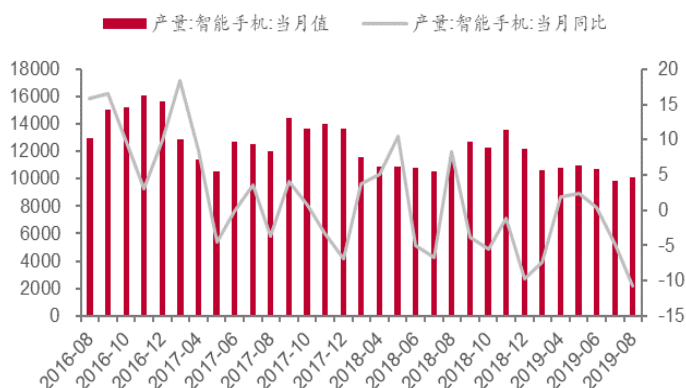
	2015	2016E	2017E	2018	2019E	2020E	2021E
Katanga	2,900	-	-	11,100	14,000	27,000	31,000
Mutanda	16,500	24,500	23,900	27,300	25,000		
全球供给	121,050	116,350	124,650	147,242	153,145	157,395	170,397
Katanga/全球供给	2%	0%	0%	8%	9%	17%	18%
Mutanda/全球供给	14%	21%	19%	19%	16%	0%	0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 下游正极 & 电池需求如何？MB 钴超预期上涨，当前下游需求或抬头。**
 2019 年 5 月-7 月份，动力电池产量大幅度减产 40% 以上，动力电池装机量 7 月份也大幅度下滑 30% 左右，龙头企业砍单也在 50% 以上。在动力电池大规模减产，8 月动力电池产量有所回升，产量共计 6.7GWh，环比增长 116.6%，同比下降 0.4%；经过产业的微观调研，8 月产业链龙头公司已经恢复至砍单前 70%-80%，材料库存也已经从三个月下降到了一个月，在大规模减产后近期中游需求或将出现明显恢复，目前材料库存得到了大幅消耗，前驱体与正极企业锁单量 & 锁单周期也得到提升，而消费电子订单较为稳定，因此，下游需求或将抬升，中游环节出现部分补库端倪。

图表 36: 国内动力电池产量


来源：中国汽车动力电池创新联盟，中泰证券研究所

图表 37: 国内智能手机产量


来源：Wind，中泰证券研究所

- 未来钴供需结构如何？20-21 年或将发生趋势性扭转。** 在全球新能源汽车 35% 增速、消费电子需求稳定的基准假设下，根据我们供需模型梳理，考虑到 Glencore 最新的产量指引变化以及未来三年主要的供给增量项目的投产释放，2019 年仍然处于过剩状态，但是，进入到 20 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局大幅或将大幅改善，20-21 年供需

结构或将趋势性扭转。

图表 38: 钴供需平衡表预测

钴供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
供应	吨/年	96,084	95,851	104,804	123,521	130,173	136,336	145,517
	Change%		0%	9%	18%	5%	5%	7%
需求	吨/年	94,529	101,922	107,265	108,674	119,038	136,871	153,603
	Change%		8%	5%	1%	10%	15%	12%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	1,555	-6,071	-2,461	14,848	11,136	-535	-8,086
	供需缺口所占比例	2%	-6%	-2%	14%	9%	0%	-5%

来源: Darton, 公司公告, 中泰证券研究所

- 未来价格驱动主要矛盾? 关键还是看 5G “换机潮” 需求拉动消费电子需求。**我们对消费电子增速与全球新能源车增速对供需结构影响进行了测试, 事实上, 在需求上行期库存、矿产供给等都不会是主要矛盾, 需求仍然是决定钴锂价格的关键。随着 5G 手机的推广, 2020 年智能手机出货量有望由负转正, 并且“换机潮”可能会实现正增长, 甚至是 10% 以上的双位数增长, 而消费电子需求由负转正, 将是供需结构发生“剧烈”逆转、价格趋势上涨的阈值!

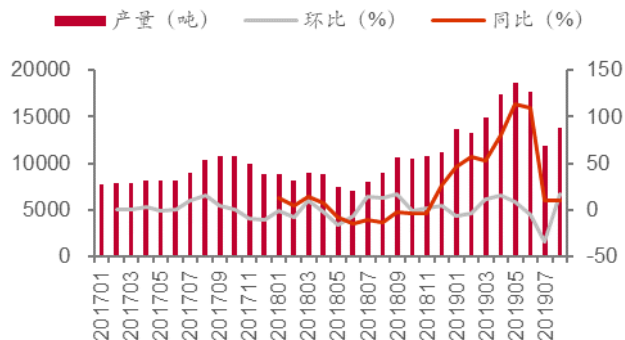
图表 39: 全球新能源汽车 & 消费电子增速对钴供需结构影响

钴供需平衡 (吨)	全球手机出货量增速				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
29%	3,532	2,652	1,771	890	10
32%	2,670	1,789	909	28	(853)
35%	1,797	917	36	(845)	(1,725)
39%	914	34	(847)	(1,728)	(2,608)
42%	21	(860)	(1,740)	(2,621)	(3,502)

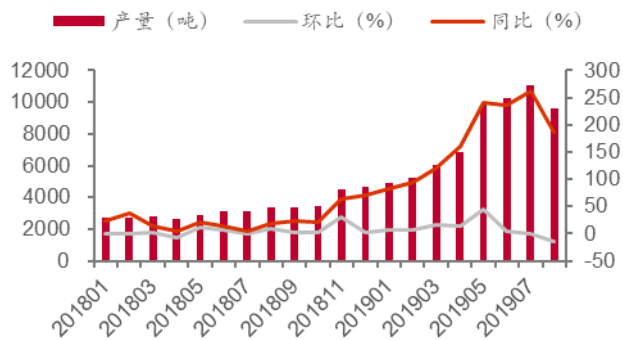
备注: 该测算表未计入 Glencore 产量指引变化; 来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 下游需求未见好转, 锂价亦持续走低。**1) 现货交投, 电池级碳酸锂需求不佳, 交易零星, 当前价格处于下行区间; 氢氧化锂方面, 下游高镍发展进度不及预期, 电池级氢氧化锂需求不佳, 成交稀少; 三元材料方面, 电池企业开工率恢复进度缓慢, 除高镍三元材料需求稳定外, 其余产品订单稀少。2) 需求端, 6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季, 国内手机市场趋于饱和, 短期难迎新的需求拐点; 受新能源补贴退坡影响, 动力汽车市场成交疲软, 订单走弱。3) 供给端, 根据亚洲金属网的统计, 8月份国内氢氧化锂产量为 9580 吨, 环比下降 13.3%, 同比剧增 186%; 三元材料产量 13850 吨, 环比上扬 17.1%, 同比上升 10%; 钴酸锂产量 5050 吨, 环比上扬 2.4%, 同比下降 19.1%。

图表 40: 国内三元材料产量
图表 41: 国内氢氧化锂产量



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5.3 稀土磁材：下游需求疲软，稀土产品价格收跌

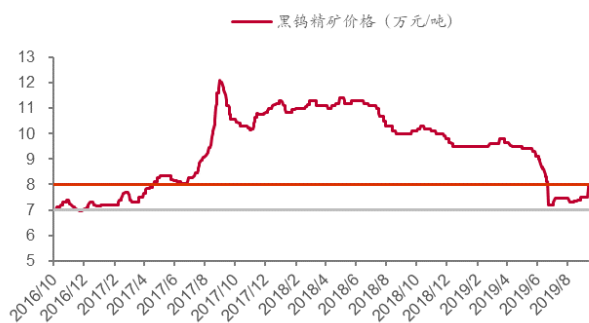
- **下游需求疲软，主流稀土产品价格有所下跌：**中秋节后下游企业询单情况较差，市场实际成交偏弱，上游商家出货意愿逐渐增强，稀土市场实际存在偏低价位货源。金属企业及下游磁材企业则因节前采购尚有余量节后买兴较弱，加之稀土价格较前期有所下降，观望情绪较浓。但在氧化镨钕未来供应趋紧因素影响，加之随着金属及下游磁材企业订单情况逐渐好转，预计氧化镨钕、氧化钕价格下滑幅度有限，长期依旧看好后市。中重稀土方面，周内镨、铽产品市场成交冷清报价下调，预计随着需求逐渐回暖，镨、铽等中重稀土下调幅度有限。
- **供给端，重稀土矿紧张格局不改。**7月因腾冲口岸暂停缅甸稀土进口，重稀土矿进口数量仅为517吨，环比下降3,842吨。矿石含镨钕氧化物和氧化镨分别为135吨和21吨，同比减少571吨和88吨。美国轻稀土矿进口量为3,393吨，同比增加37吨，总体变化不大。极少量进口主要是通过片马口岸入境，但是，缅甸Q3正处于雨季，绕道该关口进行运输难度较大，另外，缅甸稀土进口的管理趋严也将会加大进口难度。
- **钕铁硼磁材方面，价格平稳运行。**根据百川资讯的数据，截至9月6日，钕铁硼N35价格报127.5元/公斤，较上周持平，作为稀土板块下游“影子”，以“原料库存 & 毛利率定价”模式，直接受益稀土价格上行。更为重要的是，我们认为，新产品开发导入带来的成长性行业发展动力源泉，对于钕铁硼磁材企业来说，企业的成长性最为重要，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力；站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业有望迎来新一轮的景气上行周期。

5.4 钨：泛亚库存拍卖落地，供给端使得“易涨难跌”

- **泛亚库存拍卖落地，供给扰动性因素消除。**9月18日，洛阳钼业发布公告称以32.68亿元竞拍得到泛亚2.83万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为11.53万元/吨，略高于市场价11.5万元/吨，起拍价为8.64万元/吨，高于起拍价3万元/吨，表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。此外，我们认为当前在泛亚落地、成本支撑、库存低位、联合减产保价四因素共振下，钨价易涨难跌。
- **钨价经过长期下跌后，已经跌至成本线。**根据百川资讯的数据显示，2019

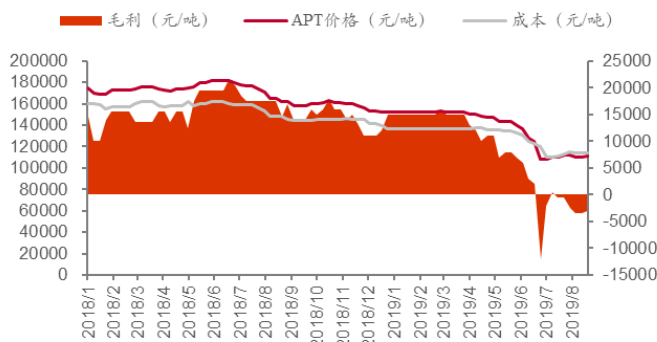
年下半年以来，APT 开始处于亏损状态，目前仲钨酸铵价格已经跌至成本线，每吨亏损接近 3000 元。此外，主流矿山钨精矿成本线在 7-8 万元/吨之间，2019 年下半年以来，黑钨精矿价格已经跌至 7-8 万元/吨之间，已经接近主流矿山的成本线。

图表 42: 黑钨精矿跌至成本线



来源：百川资讯，中泰证券研究所

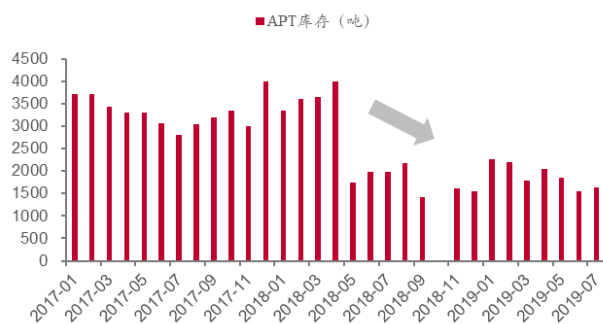
图表 43: APT 处于亏损状态



来源：百川资讯，中泰证券研究所

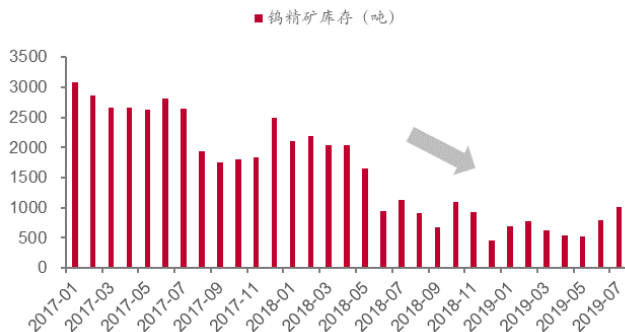
- **产业链库存处于低位，几无下降空间。**根据亚洲金属网的数据显示，目前钨库存处于相对低位，APT 库存最低降至 1540 吨，较 2018 年初下降了 60%左右，而钨精矿最低点降至 530 吨，较 2018 年初减少了 75%左右，库存已经大幅度去化。

图表 44: APT 库存情况 (吨)



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 45: 钨精矿库存情况 (吨)



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

- **联合减产造成未来供给收缩。**2019 年 5 月 17 日，中国钨业协会在赣州召开部分钨企业（集团）负责人座谈会，会议一致同意，与会钨企业（集团）共同维护钨原料市场的供应秩序，今年钨精矿产量减产不低于 10%，据中国钨协统计，参会企业（集团）年产钨精矿产量占中国钨协统计产量的 86%。同时，中国钨协向全国钨矿山企业倡议，严格执行国家下达的钨精矿开采总量控制指标，控制产能、降低产量、理性销售，共同维护钨原料市场供应秩序，推进钨行业供给侧结构性改革。

6. 投资建议

- **投资建议：**我们仍建议围绕不变的趋势和产业逻辑做选择：1) 嘉能可

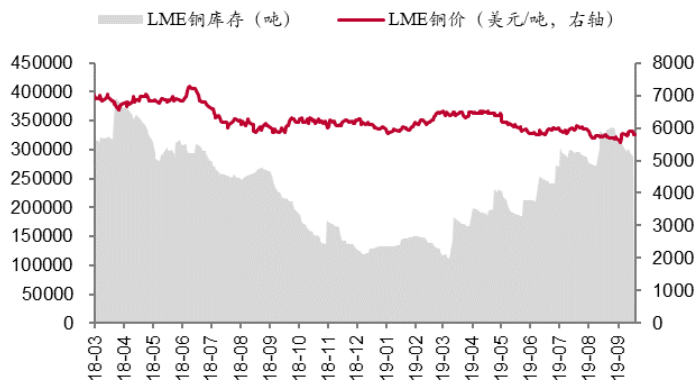
Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，5G “换机潮” 或带动消费电子正增长，较小的需求增长便将使得钴供需结构发生“剧烈”逆转，年内或仍以震荡反弹为主，但钴的中长期投资价值拐点将逐步显现，不可忽视；2) 美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落，当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——即交易国债收益率下行的投资时期，亦是我们板块内现在配置的重点；3) 而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。4) **核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、寒锐钴业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。**

7. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险，
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险

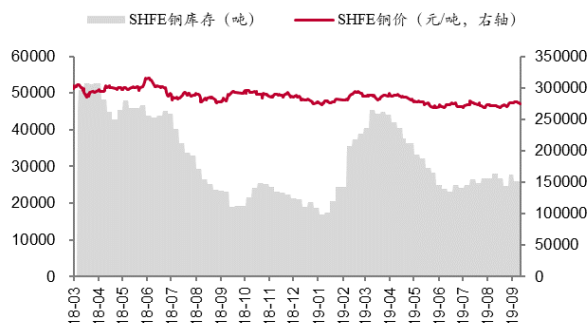
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（09.16-09.20）

图表 46: LME 铜价及库存走势



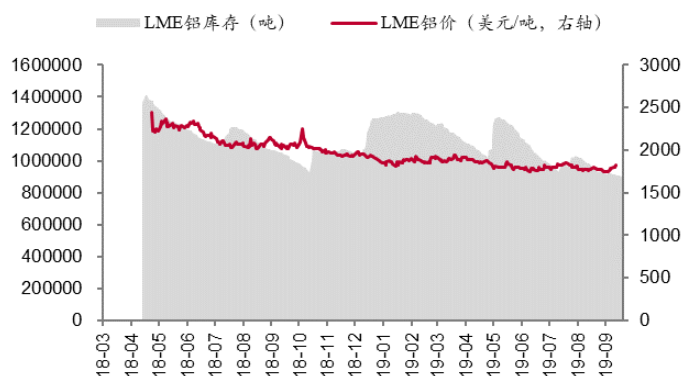
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: SHFE 铜价及库存走势



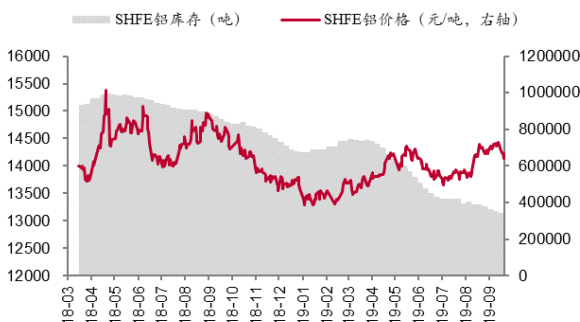
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: LME 铝价及库存走势



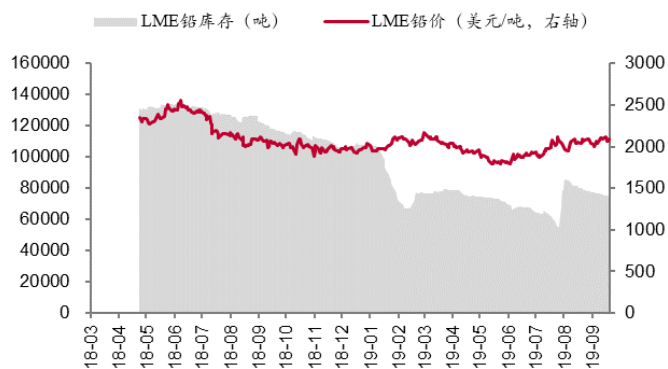
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: SHFE 铝价及库存走势



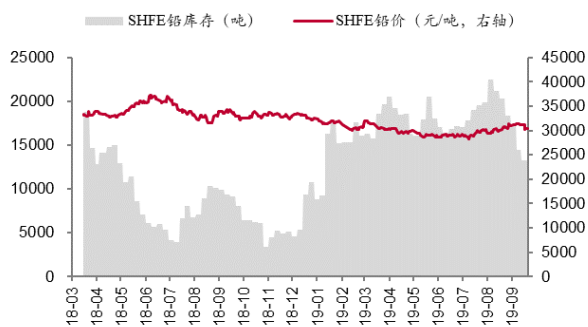
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: LME 铅价及库存走势



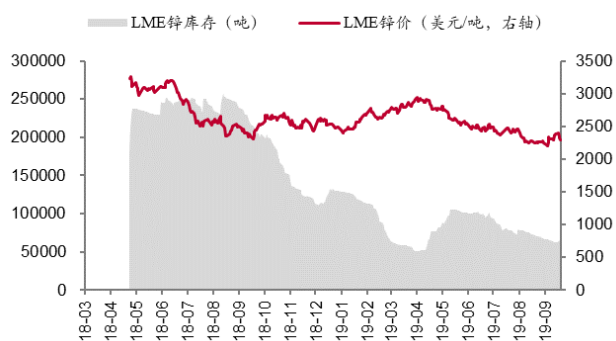
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: SHFE 铅价及库存走势



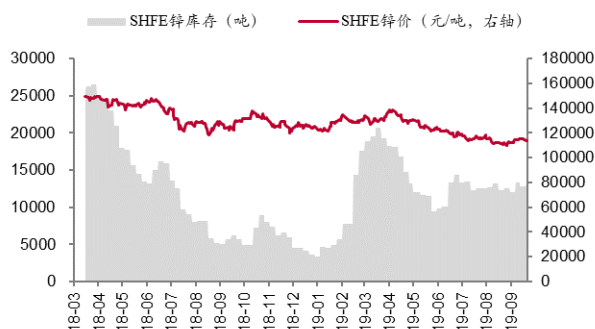
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: LME 锌价及库存走势



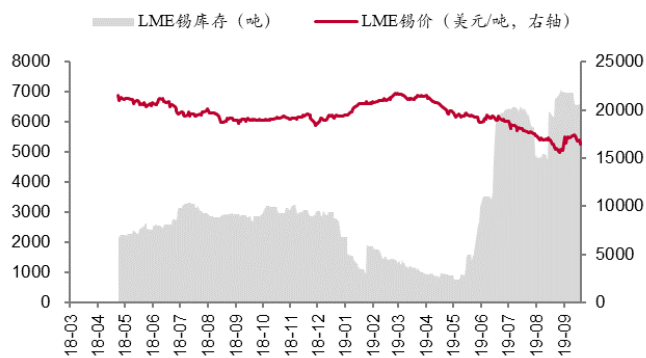
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: SHFE 锌价及库存走势



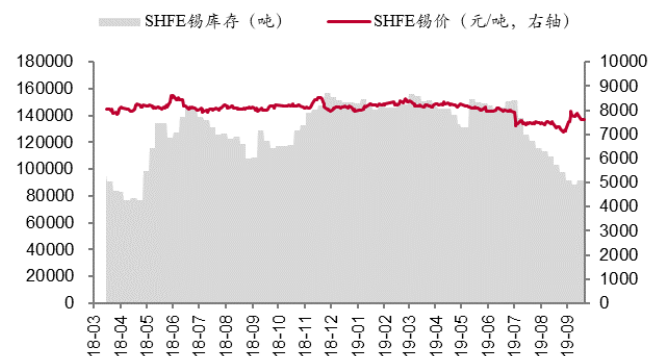
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: LME 锡价及库存走势



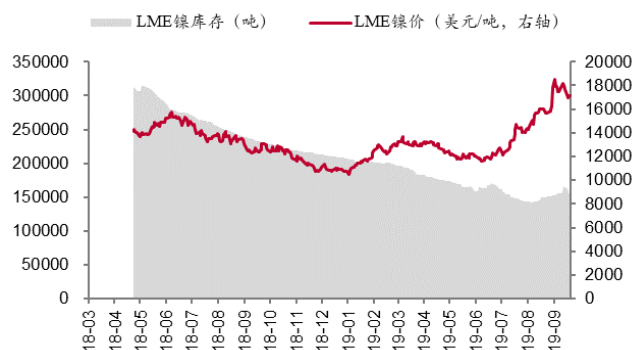
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: SHFE 锡价及库存走势



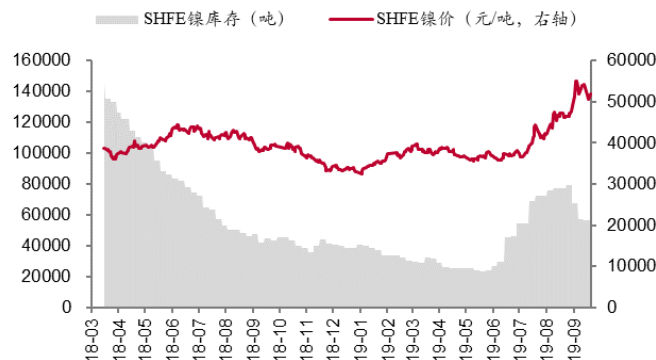
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: LME 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 57: SHFE 镍价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。